

推荐 (维持)

2018年09月01日

轻工制造行业2018年中报总结

行业盈利符合预期，抓住机遇坚定做多

上证指数 2725

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	59	1.7
总市值 (亿元)	3212	0.7
流通市值 (亿元)	2319	0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.2	-20.9	-29.6
相对表现	-2.0	-3.7	-16.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商证券·消费的方向—8月大消费组电话会议行业观点》2018-08-14
- 2、《贸易战云再起，轻工行业抗压—轻工制造行业》2018-07-13
- 3、《招商证券·消费的方向—7月大消费组电话会议行业观点》2018-07-10

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

轻工制造行业 2018 年中报业绩基本符合预期，造纸较好增长延续，家居增速回落，包装行业回暖，四季度持续看好子行业龙头公司，包装行业拐点已显。

- **轻工制造行业中报业绩整体符合预期。**2018 年中报造纸行业如期较好增长，家居增速放缓，印刷包装行业回暖；其中，家居企业盈利出现分化，业绩超预期的企业主要集中在印刷包装行业及部分文娱企业，包括晨光文具、东港股份、顺灏股份、合兴包装等。市场表现来看，上半年轻工制造板块整体表现一般，轻工行业指数下跌 19.5% v.s. 沪深 300 指数下跌 14.1%。
- **子行业盈利分化，家居行业放缓、印刷包装回暖。**轻工行业 1H18 整体营收同比增长 21.47%，净利增长 11.97%；Q2 营收增长 22.5%，环比升 2.22pct，净利增长 13.64%，环比升 3.72pct。其中：①造纸板块较好增长趋势延续，Q2 收入、净利分别增长 25.64%、32.78%，盈利能力仍稳定在 2010 年以来高位。②家具板块增速回落，Q2 营收增长 16.37%，环比回落 5.25pct，净利增长 4.18%；毛利率升至 35.14%。③印刷包装板块营收稳增，盈利拐点基本确立，Q2 收入、净利分别增长 26.33%、38.52%。④文娱用品板块整体有所改善，Q2 行业收入、净利分别同比增长 32.81%、31.97%。
- **四季度建议抓住机遇，坚定做多，看好子行业龙头公司，包装行业拐点已显。**近期轻工多个子行业经历了股价的大幅回调，我们认为龙头企业优势仍在，四季度轻工板块建议抓住机遇，坚定做多，精选优质成长：①造纸行业随着旺季提价展开，纸价小幅逐步回暖，持续推荐估值安全边际充足、海外布局领先的太阳纸业，建议关注产品、渠道增长驱动明确的中顺洁柔。②家居行业，龙头企业目前估值已回落至合理区间，成品家居行业格局更优，推荐顾家家居、敏华控股；定制行业竞争环境变化凸显马太效应，持续看好尚品宅配、欧派家居、索菲亚等。③印刷包装行业拐点基本确立，成本压力减轻，订单逐渐集中，企业底部完成增持、回购显示大股东信心，推荐奥瑞金、裕同科技、合兴包装，建议关注劲嘉股份。④文娱行业持续推荐竞争优势突出、盈利模式契合消费升级的晨光文具。

□ **风险因素：**原材料价格过快波动，宏观经济持续低迷。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
太阳纸业	8.49	0.78	1.04	1.19	8.2	7.2	1.9	强烈推荐-A
山鹰纸业	3.72	0.44	0.57	0.69	6.5	5.4	1.5	强烈推荐-A
欧派家居	95.77	3.09	4.06	5.06	23.6	18.9	6.3	强烈推荐-A
尚品宅配	82.28	1.91	2.63	3.47	31.3	23.7	6.2	强烈推荐-A
索菲亚	22.91	0.98	1.25	1.59	18.3	14.4	4.8	强烈推荐-A
顾家家居	50.19	1.92	2.43	3.03	20.7	16.6	5.2	强烈推荐-A
裕同科技	48.60	2.33	2.53	3.00	19.2	16.2	3.9	强烈推荐-A
合兴包装	6.51	0.13	0.43	0.33	15.1	19.5	2.9	强烈推荐-A
晨光文具	30.00	0.69	0.87	1.08	34.3	27.8	9.3	强烈推荐-A

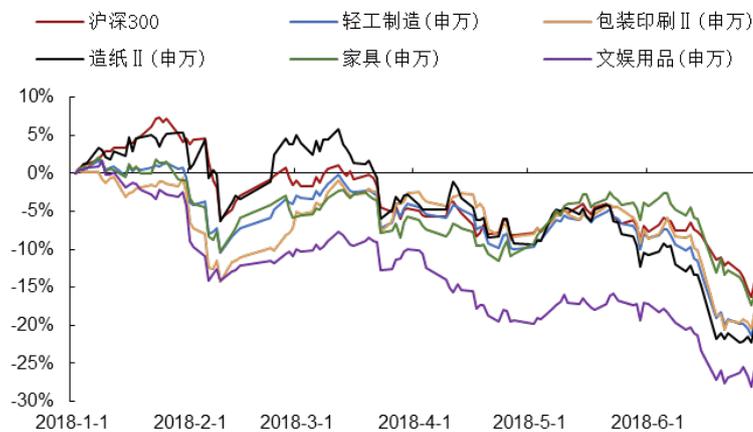
资料来源: 公司数据、招商证券

轻工制造行业中报整体符合预期

7月8日在中报前瞻中我们提出预计18年中报造纸公司盈利增速依然较好，家居公司高增长预期放缓，印刷包装、文娱珠宝公司业绩分化。从业绩披露情况看，龙头企业增长依然靓丽，印刷包装行业拐点基本明确；进入四季度，我们建议抓住机遇，坚定做多，看好子行业龙头公司，包装行业拐点已显。

从市场表现看，轻工制造板块上半年稍逊于市场；上半年沪深300指数呈现下跌14.1%，轻工制造行业指数下跌19.5%。子板块方面，家具板块、包装印刷板块跌幅低于轻工制造行业整体跌幅，分别为15.8%和18.2%；造纸板块、文娱用品板块表现稍显弱势，跌幅分别为20.2%和25.6%。

图1：轻工制造行业上半年表现弱于大市



资料来源：Wind，招商证券

(一) 中报整体符合预期

我们将行业内重点公司中报增速情况统计如下，大多数公司业绩基本符合预期；其中，业绩超预期的公司主要集中于包装印刷板块，以及部分因非经常性损益增加增厚业绩的家居企业，略低预期的公司主要集中于家居板块。中报业绩超预期的公司主要包括晨光文具、东港股份、顺灏股份、合兴包装、尚品宅配、志邦家居等，略低于预期的公司主要包括齐峰新材、曲美家居、顾家家居、宜华生活等。具体来看：

- 1) 造纸企业中报业绩整体符合预期。纸行业经过过去两年的供需改善，龙头企业盈利复苏，纸价经历去年四季度调整后至上半年持续高位，吨纸毛利同比明显提升，带动中报造纸企业盈利稳定增长；
- 2) 家居企业部分公司中报业绩略低于预期。家居行业今年在地产偏弱、行业竞争环境快速变化的背景下，二季度以来整体营收增速均有所回落；加上部分企业上半年新增股权激励费用，且受汇率波动影响，经营利润略低于预期。同时，部分企业由于上半年理财收益、政府补贴增加非经常性损益，增厚利润使业绩超我们此前预期。

- 3) 业绩超预期的公司主要集中于印刷包装行业。包装行业经历了过去一年多以来的原材料成本大幅上涨，订单加速向龙头企业集中，且汇率波动影响弱化，成本压力有望进一步减轻，盈利拐点基本明确。

表 1: 轻工制造重点覆盖公司年报业绩与预期对比, 业绩基本符合预期

	股价 2018/8/31	EPS 1H17	预测 EPS 1H18	实际 EPS 1H18	%CH	EPS 2018E	PE 2018
纸类							
太阳纸业	8.49	0.34	0.48	0.47	40%	1.04	8.2
中顺洁柔	8.48	0.12	0.15	0.16	28%	0.34	24.9
晨鸣纸业	6.65	0.64	0.64	0.65	2%	2.21	3.0
山鹰纸业	3.72	0.18	0.36	0.37	106%	0.57	6.5
岳阳林纸	4.89	0.06	0.24	0.21	263%	0.43	11.4
齐峰新材	6.03	0.19	0.13	0.08	-55%	0.46	13.1
文娱类							
星辉娱乐	3.63	0.13	0.11	0.11	-14%	N.A.	N.A.
晨光文具	30.00	0.31	0.31	0.41	30%	0.87	34.5
齐心集团	11.55	0.13	0.19	0.17	38%	N.A.	N.A.
姚记扑克	6.70	0.09	0.14	0.11	24%	0.31	21.6
康旗股份	6.48	0.16	0.10	0.15	-8%	0.86	7.5
海伦钢琴	8.36	0.08	0.11	0.12	50%	0.25	33.4
潮宏基	5.99	0.18	0.20	0.18	3%	N.A.	N.A.
印刷包装类							
奥瑞金	5.31	0.18	0.22	0.20	11%	0.34	15.6
裕同科技	48.60	0.78	0.66	0.67	-14%	2.53	19.2
东港股份	14.79	0.27	0.27	0.36	32%	1.05	14.1
东风股份	7.79	0.32	0.32	0.32	1%	0.64	12.2
永新股份	5.97	0.17	0.19	0.18	10%	N.A.	N.A.
顺灏股份	4.75	0.02	0.02	0.06	170%	0.20	23.8
劲嘉股份	8.20	0.20	0.24	0.25	25%	0.47	17.4
合兴包装	6.51	0.06	0.09	0.35	476%	0.43	15.1
盛通股份	9.86	0.09	0.14	0.16	67%	0.43	22.9
通产丽星	7.55	0.07	0.07	0.08	15%	N.A.	N.A.
家居类							
欧派家居	95.77	0.99	1.29	1.31	33%	4.06	23.6
索菲亚	22.91	0.32	0.40	0.40	25%	1.25	18.3
尚品宅配	82.28	0.33	0.46	0.62	87%	2.63	31.3
曲美家居	8.04	0.22	0.25	0.14	-33%	0.67	12.0
好莱客	22.12	0.34	0.56	0.57	67%	1.53	14.5
顾家家居	50.19	0.91	1.18	1.13	24%	2.43	20.7
梦百合	15.53	0.47	0.19	0.16	-66%	0.88	17.6
永艺股份	7.22	0.22	0.18	0.16	-27%	0.49	14.7
志邦家居	33.96	0.40	0.52	0.59	48%	1.98	17.2
皮阿诺	18.69	0.22	0.31	0.31	40%	N.A.	N.A.
宜华生活	5.64	0.32	0.37	0.25	-20%	N.A.	N.A.
美克股份	5.55	0.09	0.12	0.12	36%	0.28	19.8
菲林格尔	17.23	0.29	0.44	0.37	30%	1.01	17.1
哈尔斯	5.38	0.19	0.14	0.12	-35%	0.41	13.1
好太太	17.12	0.18	0.29	0.28	56%	0.73	23.5

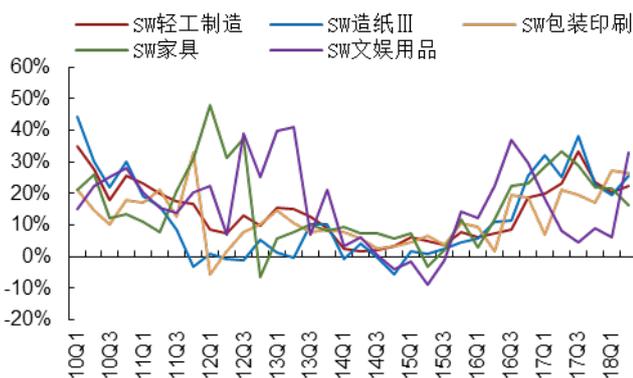
资料来源: WIND, 招商证券

(二) 全行业增长小幅回升

2018年上半年，轻工行业整体营业总收入同比增长21.47%，同比去年略降0.23pct；净利润增长11.97%，同比去年下降41.40pct。分板块来看，造纸板块营收增速略降至22.90%，归母净利润增速降至31.27%，但其归母净利增速仍为行业内各子板块最高。家具板块受地产周期影响，营业总收入同比增速从31.27%回落至18.60%，归母净利润增速为0.03%，增速大幅下滑36.3pct。文娱板块、包装印刷板块的利润增速和收入增速均有较大幅度改善，营业收入增速分别为24.75%和26.66%，归母净利润增速分别为17.72%和13.54%。

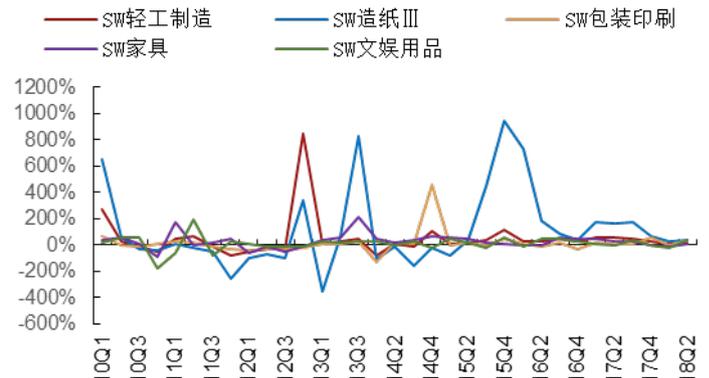
2018年第二季度，轻工行业整体收入增长22.5%，环比升2.22pct、同比略降0.47pct；净利增长13.64%，环比升3.72pct、同比降37.43pct。其中，造纸板块增长趋势延续，Q2营业总收入、归母净利润分别同比增长25.6%和32.8%。家具板块增速放缓，营业收入同比增长16.37%，归母净利润同比增长4.18%。包装印刷板块Q2营业总收入同比增长26.33%，归母净利润同比增长38.52%，环比、同比分别增44.19pct、31.23pct。文娱用品Q2表现亦向好发展，营业收入同比增速32.81%，环比升26.54pct，归母净利润同比增速31.97%，环比升49.58pct。

图 2：二季度轻工行业收入增速环比上升



资料来源：WIND，招商证券

图 3：二季度轻工行业净利增速回升



资料来源：WIND，招商证券

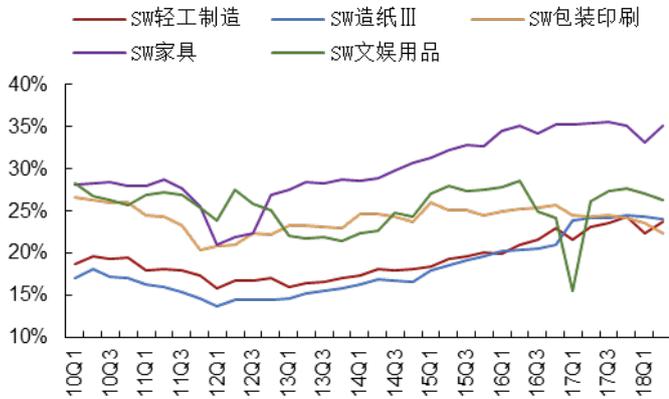
盈利能力上看，2018年上半年轻工制造整体毛利率与去年同期基本持平，为23.12%，扣非ROE为4.78%，同比略升0.19pct。从子板块来看，造纸板块扣非ROE提升至6.09%，为近年来最高水平。文娱板块扣非ROE从2.35%大幅回升至4.02%；家居板块扣非ROE从5.76%下降1.28pct至4.48%。包装印刷板块毛利率上升1.6pct，扣非ROE基本维持稳定。

2018年第二季度，轻工制造整体毛利率为23.78%，同比、环比分别提升0.69pct、1.39pct。从子板块来看，除家具板块销售毛利率环比上升1.97pct至35.14%外，其他子板块的毛利率均有不同程度的下降。造纸板块毛利率基本平稳，同比、环比分别略降0.15pct、0.36pct至24.02%，文娱用品板块毛利率同比上升0.16pct、环比下降0.74pct至26.39%，包装印刷板块受成本上升影响销售毛利率略有下降，环比、同比分别下降1.20pct、2.02pct至22.40%。

轻工制造行业扣非ROE为2.52%，同比微跌0.13pct、环比上升0.55pct。各子板块的扣非ROE均有环比提升，包装印刷板块、家居板块扣非ROE同比略降0.03pct和

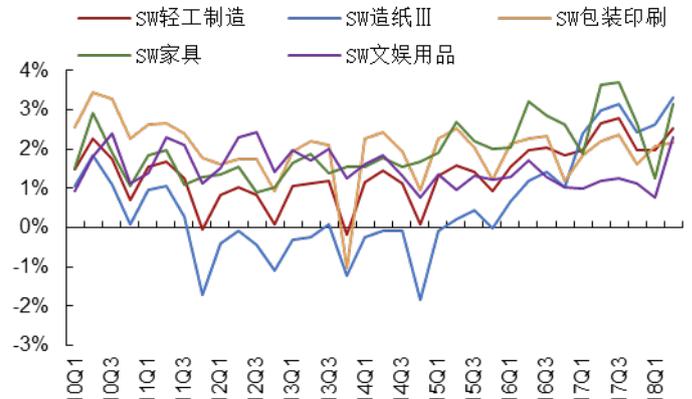
0.47pct 至 2.17%、3.16%。造纸板块扣非 ROE 进一步上升至 3.30%，达到 2010 年以来的最高水平。文娱用品板块扣非 ROE 改善至 2.30%，达到近年来较高水平。

图 4：二季度轻工行业毛利率环比略升



资料来源：WIND，招商证券

图 5：轻工行业扣非 ROE 环比提升

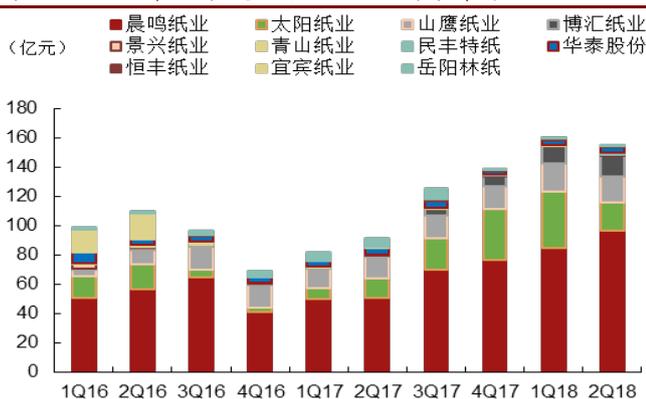


资料来源：WIND，招商证券

对于子行业的分析如下：

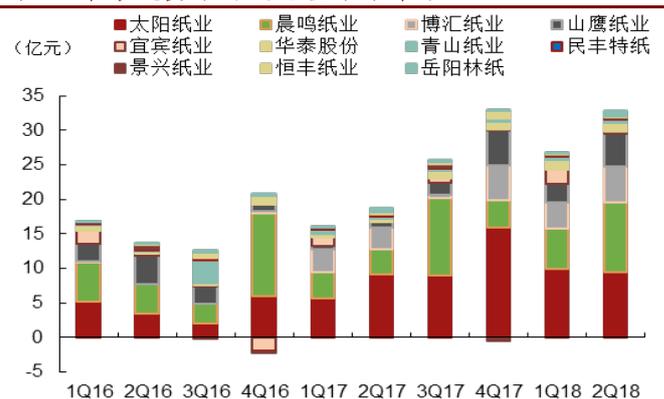
- 1、造纸板块 Q2 较好增长趋势延续，盈利能力稳定在 2010 年以来高位。纸行业经过去产能化供需格局明显改善，纸价去年以来大幅上涨，至上半年持续高位，吨纸毛利同比扩张。造纸板块 Q2 收入、净利分别同比增长 25.64%、32.78%，环比分别升 6.01pct、2.41pct；毛利率、扣非 ROE 分别为 24.02%、3.30%，基本稳定在 2010 年以来较高水平。纸行业我们认为 18 年供需格局依然健康，具备成本优势、新增产量较多的龙头纸企依然有望实现稳定增长。同时随着旺季提价展开，纸价小幅逐步回暖，持续推荐目前估值具备安全边际、海外布局领先的太阳纸业；建议关注产品、渠道增长驱动明确的中顺洁柔。

图 6：2016 年以来建设工程规模主要集中于龙头纸企



资料来源：WIND，招商证券

图 7：单季度资本开支亦基本集中于龙头纸企

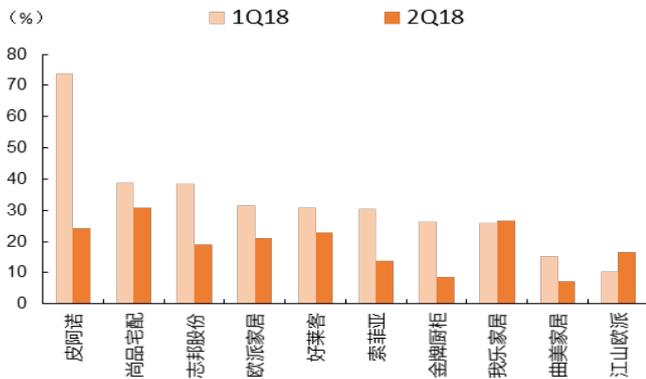


资料来源：WIND，招商证券

- 2、家具板块 Q2 整体增速回落，盈利出现分化。定制行业经历了过去多年的持续高速增长，今年在地产偏弱、行业竞争环境快速变化的背景下，二季度以来整体营收增速仍有所回落。Q2 家具板块整体收入增长 16.37%，环比回落 5.25pct，家具行业整体净利同比上升 4.18%；销售毛利率小幅上升至 35.14%，扣非 ROE 上升至 3.16%。

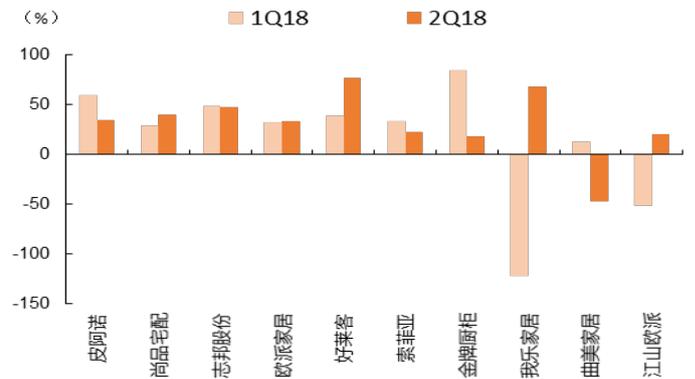
我们认为，成品家居行业格局相对更优，同时龙头企业持续强化渠道和品类建设，未来亦有较发规模增长空间，推荐顾家家居、敏华控股。定制行业，地产影响更多是小周期扰动，而长期规模成长空间在于渗透率水平。同时，竞争环境变化凸显马太效应，龙头企业在规模红利后的效率升级，有望加深竞争壁垒。持续看好具备长期竞争力的家居企业，推荐尚品宅配、欧派家居、索菲亚等。

图 8：家居企业 Q2 营收增速放缓



资料来源：WIND，招商证券

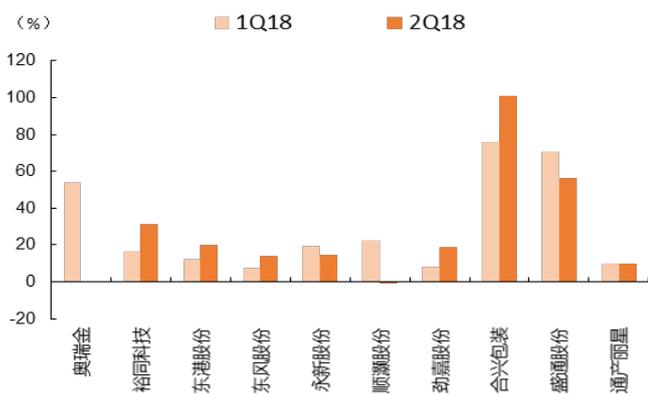
图 9：家居企业盈利出现分化



资料来源：WIND，招商证券

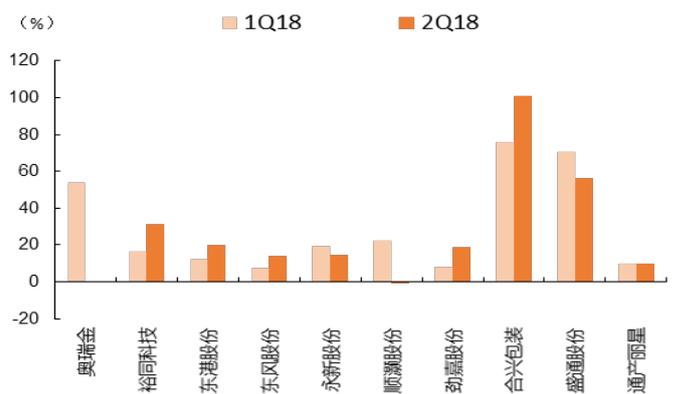
3、印刷包装子行业 Q2 营收稳增、盈利拐点基本确立。二季度印刷包装行业收入增长 26.33%，环比微跌 0.98pct，同比上升 5.29pct；受原材料成本同比高位的影响，行业毛利率环比降 1.2pct 至 22.40%。归母净利润同比增长 38.52%，环比升 44.19pct、同比升 31.23pct；扣非 ROE 回升至 2.17%，基本达 2010 年来较高水平。未来来看，我们认为包装行业成本压力有望持续减轻，订单逐渐集中加速收入扩张，推荐奥瑞金、裕同科技、合兴包装。

图 10：包装企业 Q2 营收增长提速



资料来源：WIND，招商证券

图 11：包装企业 Q2 净利增长稳健

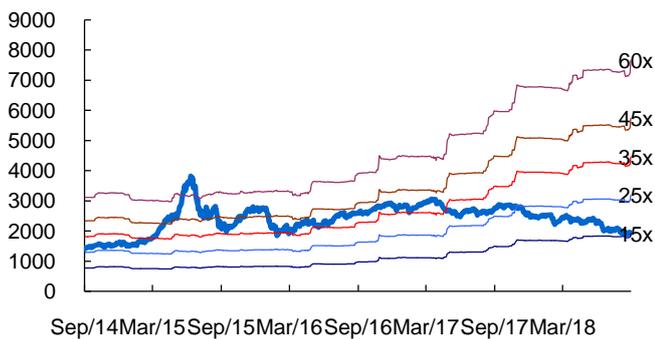


资料来源：WIND，招商证券

4、文娱用品 Q2 收入、盈利环比改善。文娱用品子行业 Q2 整体收入增长 32.81%，环比回升 26.54pct；同时，毛利率同比上升 0.16pct 至 26.39%。文娱用品子行业 Q2 归母净利同比增长 31.97%，环比一季度有较强的改善；扣非 ROE 为 2.30%。文娱行业我们持续看好竞争优势突出、盈利模式契合消费升级的晨光文具。

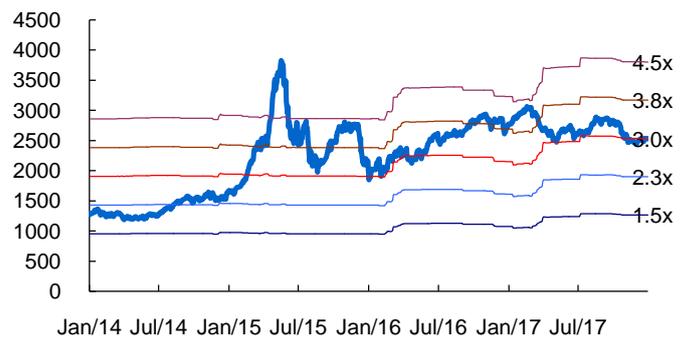
作为总结看，2018年中报造纸行业如期较好增长，家居增速放缓，印刷包装行业改善；其中，家居企业盈利出现分化，业绩超预期的企业主要集中在印刷包装行业。四季度建议抓住机遇，坚定做多，看好子行业龙头公司，包装行业拐点已显：1) 随着造纸和家居板块股价的大幅回调，龙头企业估值层面已触及底部，且全年业绩仍有望持续20%-30%的稳健增长，后期吸引力增加；2) 持续推荐拐点明确的印刷包装板块，成本压力减轻，订单逐渐集中，企业底部完成增持、回购等显示大股东信心。

图 12: 造纸印刷行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 13: 造纸印刷行业历史PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贸易战云再起，轻工行业抗压—轻工制造行业》2018-07-13
- 2、《轻工制造行业 2018 年中报前瞻—盈利预期分化，关注印刷包装行业拐点》2018-07-08
- 3、《轻工制造行业 2018 年中期投资策略—认知差异，拥抱分化》2018-06-23

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009年至今任造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

李宏鹏，经济学硕士，5年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。